

1. 概論

港元資產需求在2012年第4季增加，導致港元匯率的強方兌換保證被多次觸發。雖然面對資金流入壓力，港元外匯市場仍然運作正常，而聯繫匯率制度亦繼續享有高度的公信力。

物業市場波動對金融穩定構成的風險持續攀升，金管局已推行宏觀審慎政策來提防槓桿水平過度上升。但市場對物業價格走勢的預期，仍有可能因突如其來的因素迅速逆轉。香港金融體系的參與者務須未雨綢繆，為當前金融週期波動的風險作好準備。

外圍環境

在歐美尾端風險下降，發達經濟體系實施更為進取的貨幣寬鬆政策，及中國內地經濟重拾增長動力的情況下，全球金融狀況在過去六個月顯著改善。歐洲方面，歐洲央行於2012年9月推出名為「直接貨幣交易」的新國債購買計劃，令歐元區崩潰的風險得以減低。美國方面，聯儲局已著手推出無限量的量化寬鬆措施，並明確地將其遠期利率指引與通脹及失業率掛鉤。日本方面，新一屆安倍政府亦公佈更為進取的貨幣寬鬆政策，同時推出一籃子財政刺激措施。儘管如此，發達經濟體系增長及全球金融穩定的下行風險仍然存在。雖然美國暫時押後提高債務上限的期限，有助避免迫在眉睫的政治僵局，但財政方面的不明朗因素仍揮之不去，將繼續為美國的經濟前景蒙上陰影。歐洲方面，家庭、銀行及主權國家的資產負債表壓力，會繼續拖累經濟增長。與此同時，在預期日本及英國將實施更為積極的貨幣政策後，日圓及英鎊急劇貶值，重燃市場對貨幣波動的憂慮。

在外圍環境回穩的情況下，東亞新興經濟體系(包括中國內地)的增長動力繼前幾個季度整體進入下滑週期後，於2012年最後一季轉強。通脹壓力仍受到遏制。中國內地方面，有人擔心適齡勞動人口減少，或會推動工資上升並推高通脹。專題1探討人口特徵變化及勞工市場緊張對中國內地勞工成本的影響。此

外，主要發達經濟體系實施新一輪貨幣寬鬆措施，為大多數東亞經濟體系帶來資金流入的壓力。自2012年8月底以來，區內貨幣兌美元普遍走強，但升值壓力近來似乎有所減弱。

本地經濟

香港方面，隨著貨物貿易表現漸趨穩定，經濟增長於2012年下半年加快。同時，私人消費及固定投資強勁增長，帶動本地需求增強，令實質本地生產總值於第3季及第4季增長提速，分別錄得0.8%及1.2%的環比增幅。不過以2012年全年計，經濟增長已經由2011年的4.9%大幅放緩至1.4%，低於趨勢水平。專題2分析近期香港經常帳結餘轉差的原因，並闡釋這可能是金融失衡的徵兆，須密切監察情況發展。

由於經濟好轉，勞工市場仍持續緊絀。於過去六個月內，經季節因素調整後的3個月移動平均失業率繼續處於3.3%左右的偏低水平，而總就業人數於1月份更創出371萬人的歷史新高。隨著增長動能回升，預料產出缺口會於2012年第4季大致閉合。

隨著本地經濟環境改善，本地通脹亦有所上升。按3個月以年率計，基本通脹率由2012年8月份的1.6%穩步升至12月份的4.7%。同時，綜合消費物價指數的所有主要組成項目，包括租金、貿易品與服務，均

於期間錄得一定程度的升幅。展望未來，由於全球經濟環境仍然脆弱，有助抑制商品價格壓力，因此預期通脹的上升態勢將會維持穩定。儘管如此，通脹壓力仍有可能升至超出預期的水平，尤其若果本地物業市場活躍程度超乎預期。

展望未來，預期香港經濟於2013年將以接近趨勢水平的速度較快增長。外部需求疲弱的不利影響亦將逐步減輕，但由於全球經濟要實現持續增長仍不容易，出口全面復甦尚需時日。本地方面，消費支出料將繼續支持實體經濟活動增長。此外，預期大規模的基建工程及私營機構建造活動會維持活躍。私營機構分析師預計2013年全年本地經濟將增長2.5 – 4.7%，平均預計增幅在3.5%左右。政府方面預測經濟增長在1.5 – 3.5%之間。

貨幣狀況及資金流動

2012年下半年，港元匯率走強並貼近7.75的水平，其後於2013年初才稍為回落。強方兌換保證於2012年第4季被多次觸發，金管局共購入138億美元，沽出1,072億港元。資金流入部份反映海外投資者增加港元資產配置，以及香港公司發行外幣債券後再換取港元。於11月底及12月，首次公開招股活動增多，亦在一定程度上支持資金流入。面對資金流入壓力，港元外匯市場仍運作正常。專題3評估港元外匯市場的近期表現，並認為聯繫匯率制度仍享有高度的市場公信力。

低息環境仍然持續。貨幣市場方面，銀行同業拆息仍然低企，隔夜及3個月港元銀行同業拆息分別於0.10%及0.40%左右徘徊，而3個月以上期限的銀行同業拆息與相同期限的美元倫敦銀行同業拆息均輕微下降。外匯基金票據及債券的收益率曲線在2012年下半年向下移動，部份反映銀行對優質港元資產的需求增加。在2013年初，由於較長期限的債券收益率上升，令收益率曲線略趨陡峭。由綜合利率反映的零

售銀行平均資金成本因存款利率下降而輕微減少。按揭利率亦輕微下調，不過有數間大型銀行在今年3月中將按揭利率提高25點子，據報是因應資金成本增加。

由於2012年第4季強方兌換保證被多次觸發，總結餘乃至貨幣基礎明顯增加。為滿足銀行在流動資金管理方面的強勁需求，2013年初，金管局增發短期外匯基金票據。在此情況下，港元貨幣總額於2012年下半年迅速增加。就全年而言，港元狹義貨幣供應量增長15.8%，而廣義貨幣供應量則增長12.1%。與此同時，港元存款增長11.7%，而上半年則按年率計溫和增長3.8%。

信貸方面，隨著本地經濟放緩，貸款總額增長率由2011年的20.2%顯著放緩至2012年的9.6%，這情況亦部份反映金管局採取審慎措施的影響。不過，與上半年相比，在港元貸款及於本地使用的貸款帶動下，貸款增長於下半年稍有加速，但全年增速仍保持溫和，分別為5.5%及7.3%。外幣貸款及並非在本地使用的貸款於年內的增速均下降至16%左右。展望未來，由於本地經濟呈現改善跡象，預期短期內信貸需求會有所增加。最新的金管局信貸狀況展望調查亦表明，未來一段時期，預料信貸需求將會增強。

人民幣貸款於2012年按年急增156.6%，至年底達790億元人民幣。銀行的人民幣資產更加多元化。負債方面，銀行的人民幣業務資金結構持續演進。2012年上半年銀行發行更多存款證來吸引人民幣資金，但這個趨勢在下半年有所緩和。以2012年全年計，未償還存款證上升60.5%至1,173億元人民幣，而客戶存款則增長2.5%至6,030億元人民幣。後者佔香港銀行體系存款總額的9.1%。專題4對人民幣存款增長的決定因素作出初步分析，以便進一步了解離岸人民幣流動資金的動向。

資產市場

受惠於全球金融市場前景向好，本地股票市場於夏季後反彈。由於美國聯儲局及歐洲央行推出新一輪貨幣寬鬆措施，同時，更多跡象顯示內地經濟即將觸底回升，令金融狀況趨於穩定。除去年年底出現投資者因擔心美國經濟墮入財政懸崖而暫時離場觀望的情況外，過去六個月，整體氛圍頗為樂觀。然而，展望未來，歐美財政問題尚未得到根本解決，而政治角力亦會不時觸動市場神經。朝鮮進行核試驗，引發地緣政治局勢緊張，加上東亞地區的主權邊界糾紛，亦有可能擾亂股票市場。

債務市場錄得穩健增長，尤其是私營機構發債額大幅增加。去年，企業對債券市場的積極利用情況遠超以往。本地企業發行的港元債務雖略有減少，但外幣債務發行量顯著增長，其中美元發債額增加一倍以上。企業債券市場強勁增長，可歸因於多項週期性及結構性因素，而在未來一段時間，這些因素料將繼續為增長前景提供支持。去年香港的人民幣債務市場亦穩步擴張，並有多項良好發展，包括發債機構日益多元化、發行的債務期限延長及債券的信貸質素提升。

樓市風險仍然是本港宏觀經濟及金融穩定的關注重點。物業成交量比較波動，但住宅物業價格仍不斷攀升，僅2012年已錄得25.2%的升幅，並且較2008年底上升超過一倍。但另一方面，家庭收入增長相對緩慢，因此住宅物業價格可能已經領先於基本因素，而多個置業負擔指標亦發出預警訊號，顯示有價格過高的風險。

在今後一段時間，經濟增長前景改善，加上發達經濟體系大力放鬆銀根，或會導致住宅物業價格進一步偏離基本因素。有見及此，政府於2013年2月再度出招，將所有物業的現行從價印花稅稅率全面調高一倍。同時，金管局亦推出新一輪審慎措施，就按揭貸款實施更嚴格的壓力測試要求，同時調低工商物業的

最高按揭成數上限，而且對採用內評法的銀行，就新批住宅按揭貸款設立一個15%的風險加權比率下限。

銀行業表現

隨著全球金融市場整體趨於穩定及經濟前景較為樂觀，本地銀行業繼續錄得穩健增長，主要表現於信貸增長穩定及流動資金狀況良好。儘管歐元區銀行持續去槓桿化，但本港及其他外資銀行的信貸增長足以填補缺口。本地銀行資本狀況穩健，資產質素良好，銀行業為達致符合《巴塞爾協定三》框架下的新資本要求，已作出充份的準備。

於2012年上半年，銀行業盈利表現強勁，下半年則有所放緩，原因是非利息收入下降、經營成本上升及準備金支出淨額增加，而利息收入的增長並不足以抵銷上述不利影響。儘管如此，與2011年同期相比，銀行業在2012年下半年之盈利表現仍較為優勝。零售銀行錄得1.1%的稅前資產回報率，而2012年上半年的稅前資產回報率為1.24%，2011年下半年則僅為1%。就2012年全年而言，整體稅前盈利增長12.7%，平均稅前資產回報率亦由去年的1.1%升至1.16%。

流動資金狀況仍然良好。由於存款增速超越信貸，所有認可機構的整體貸存比率由2012年6月的69%顯著下降至2012年12月的67.1%。無論是存款抑或非存款市場資金，持牌銀行港元及美元資金的平均利息成本均下降，反映資金狀況改善。

展望未來，儘管外部不利因素似乎有所減弱，但歐美財政問題尚欠明朗，將繼續為經濟前景蒙上陰影。與內地相關的信貸不斷增加，亦為銀行業帶來挑戰。銀行業界應時刻保持警惕，審慎管理中國內地相關貸款的信貸風險。

本地方面，物業價格泡沫的風險將繼續對銀行體系構成不明朗因素。專題5透過實證研究，剖析按揭成數政策的傳導機制並指出在全球金融危機後，物業價格急升導致抵押品價值上升，繼而令信貸供應大幅增加，而收緊最高按揭成數上限，則部份抵銷上述影響，並有助減低信貸資產價格螺旋上升的風險。

在最近的金融危機中，跨國銀行在各經濟體系的銀行部門間之衝擊傳導中擔當重要角色。專題6評估在2008-09年全球金融危機爆發後，歐美銀行如何對其香港分行的業務模式作出調整，以及對衝擊傳導之影響。

《貨幣與金融穩定情況半年度報告》由香港金融管理局研究部職員編製。